

COVID-19 Zamanlarında Dünyada Kurumsal Yönetim

Glass Lewis Europe Limited Kıdemli Analisti Ali Duman yazısında Covid-19 salgını ve kurumsal yönetim bağlamında uluslararası gelişmeler, genel kurul toplantılarına olan etkiler, üst yöneticilere sağlanan / sağlanacak ücret paketleri konusunda beklentiler, yönetim kurulları oluşumu, çeşitliliği ve performansları konularını değerlendirdi.

Geleceği ve gidişatı konusunda belirsizlikler bulunan Covid-19 salgınının daha uzun süre devam edeceği [düşüncesi](#) ve Türkiye'de henüz tepe ya da doyum noktası (peak) olarak ifade edilen noktaya ulaşmaması, salgının olası sosyo-ekonomik etkileri konusunda tartışmalara bir süre daha tanıklık edeceğimiz izlenimini veriyor. Bu etkileri kurumsal yönetim alanında da görmek mümkün. Bu yazıda, Covid-19 salgını ve kurumsal yönetim bağlamında uluslararası gelişmeler, genel kurul toplantılarına olan etkiler, üst yöneticilere sağlanan / sağlanacak ücret paketleri konusunda beklentiler, yönetim kurulları oluşumu, çeşitliliği ve performansları konusunda değerlendirmelere yer vermeye çalıştık. Zaman zaman Glass Lewis Co. ("Glass Lewis") [resmi açıklamasında](#) değinilen konu ve tespitlere atıf yapılırsa da, bu yazı esasen yazarın sadece temsil ettiği kurumun resmi bakış açısını değil, aynı zamanda kendi kişisel görüş ve değerlendirmelerini de içermektedir.

Genel Kurulların Zamanları ve Yapılış Biçimleri

Genel kurullar, sadece payların çoğunluğuna sahip olan yatırımcıları temsil eden yönetim kurulu üyelerinin önerilerinin

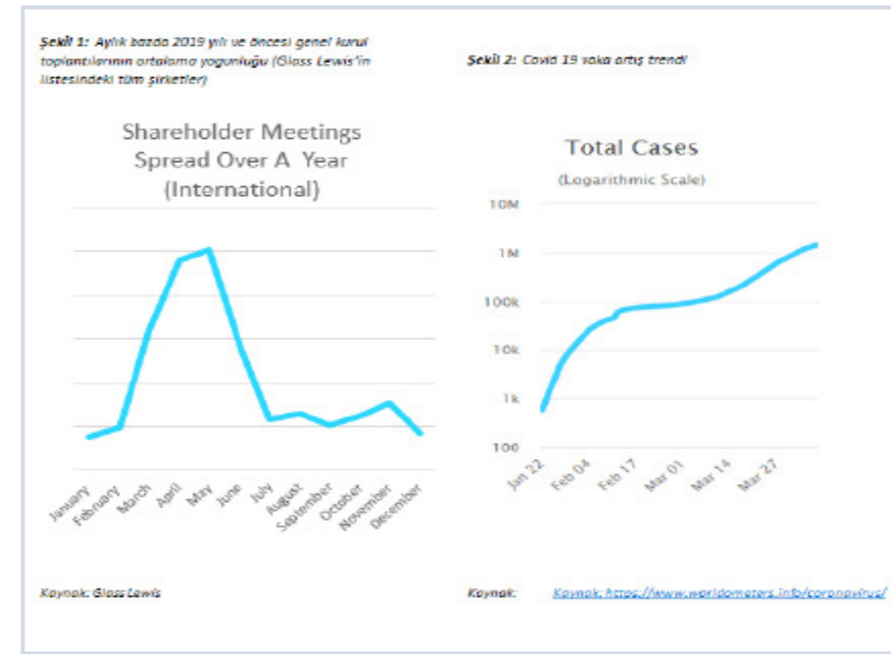


ALİ DUMAN

Kıdemli Analist (Kurumsal Yönetim)
Glass Lewis Europe Limited

otomatik olarak onandığı bir yasal prosedür değil, azınlık paylara sahip olan yatırımcıların da seslerini doğrudan duyurabildikleri ve bazen kısmen, bazen de önemli düzeyde, kurumsal yönetim süreçleri üzerinde etkili olabilmelerini sağlayan, pay sahipliği demokrasisi anlamında çok önemli mekanizmadır. Ancak bu mekanizmanın çarklarının sağlıklı dönmesi için, pay sahiplerine fiziksel ve/veya dijital ortamda bilgi almaları, fikirlerini beyan etmeleri, soru sormaları ve en nihayetinde oy kullanmalarını mümkün kılacak gerekli teknik ve yasal altyapının kriz dönemlerinde dahi hazır olması önem arz etmektedir.

Her ne kadar kıtalar arası küçük farklar olsa da (örneğin Avustralya'da geç son bahar), [Glass Lewis](#) kapsamında (coverage) olan halka açık şirketlerin genel kurul toplantılarının yaklaşık üçte ikisinin Mart ve Haziran ayları arasında "proxy season" diye adlandırılan dönemde gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Aşağıdaki grafiklerde de görüldüğü üzere Covid 19 salgının yayılı-



mının tam da genel kurul döneminin yoğunlaşmaya başladığı dönemde hızlandığına tanık olmaktadır.

Bu salgın hastalıkla mücadele kapsamında sosyal mesafe kuralına uymanın elzem olduğu ve açık havada veya kapalı ortamda yapılan toplantıların ertelenmesi ya da iptal edilmesi gerekliliği, başta [Dünya Sağlık Örgütü](#) olmak üzere birçok sağlık kuruluşu tarafından her fırsatta dile getirilmektedir. Bu yüzden fiziki katılımı gerçekleştiren genel kurul toplantılarında yüksek bulaş riski bulunduğundan, pay sahiplerinin ve çalışanların güvenliği ve sağlığı için, tamamıyla çevrimiçi (virtual only) ya da fiziksel ve çevrimiçi katılımın mümkün olduğu karma (hybrid) toplantılara katılım hem şirketler hem de devletler tarafından teşvik edilmektedir.

Diğer taraftan, tam ya da kısmen sokağa çıkma sınırlamaları ya da çalışanların sağlık ve güvenlik kaygıları dolayısıyla, genel kurul öncesi bilgi ve belgelerin yayınlanması ve finansal tabloların açıklanma tarihlerinde gecikmeler yaşanması muhtemel olduğu düşünülmekte ve bu kaygılar hem yasa yapıcılar hem de kurumsal yatırımcılar tarafından anlayışla karşılanmaktadır.

Bu gerçekten yola çıkarak, Asya'dan Avrupa ve Amerika'ya birçok ülkede ilgili düzenleyici kurumlar genel kurulların gerçekleşmesi ve finansal tabloların denetimlerinin tamamlanıp denetçi raporlarının yayınlanması konularında esneklik sağlamak için istisnai düzenlemelere gitmektedirler. Dünyada bazı ülkelerde toplantıların zamanları ve formatları konusunda uygulamalar ve kriz dönemine özgü yeni düzenlemelere ait daha detaylı bilgiler [web sitemizde](#) görülebilir.

Türkiye'de ise bilindiği üzere şirketlere, Ticaret Bakanlığı'nın 20 Mart 2020 tarihinde yapmış olduğu [açıklama](#) ile, Mart ayı sonuna kadar yapılacağı ilan edilen genel kurulları iptal etme imkanı getirildi. Bunun yanında, şirketlerin normal şartlarda elektronik ortamda genel kurul ve yönetim kurulu toplantılarını yapabilmeleri için gerekli olan esas sözleşme değişikliğini bir sonraki genel kurulda yapmalarına imkan tanındı.

Bu düzenlemeler sonucunda şu ana kadar Glass Lewis kapsamında bulunan dünya çapında sayıları yaklaşık 800'i bulan [şirketlerin](#) genel kurul iptal ya da erteleme kararı verdiğini görüyoruz. Tam tersini ummakla beraber, küresel düzeyde Covid 19 vaka sayısı artışı ve yazının başındaki

Şirketler tarafında ilerleyen dönemlerde farklı yaklaşımlar beklenmektedir. Örneğin paydaşların beklentisi çerçevesinde, Covid 19 krizinde, bazı şirket CEO'larının yıllık sabit ücretlerinden veya bonuslarından %20 ile %100 arasında değişen oranlarda feragat etmeleri alkış alan yaklaşımlardan bir tanesidir.

Grafik 2'deki eğrinin yukarı yönlü hareketinin devamı, Grafik 1'deki eğrinin de genel kurul ertelemeleri ve yıla yayılmalarıyla aşağı yönlü baskılanması muhtemel görünüyor. Bunun anlamı, daha yoğun bir genel kurul döneminden genel kurulların yıl içine daha fazla yayıldığı bir döneme girmek olabilir.

Peki genel kurulların ertelenmesi ya da elektronik ortamda yapılması yatırımcılar ve Glass Lewis açısından bir sorun teşkil ediyor mu?

Yaşadığımız Covid 19 krizinde olduğu gibi, fiziksel toplantıların mümkün olmadığı durumlarda, her ne kadar çevrimiçi genel kurul platformlarının etkinliği ve kullanılabilirliği konusunda kaygıları olsa da, Squarewell Partners'ın öncülüğünde 20 yatırımcının paylaştığı [rehberde](#), yatırımcılar bu tip imkanların kendilerine sağlanmasını memnuniyetle karşılamakta ve yasal mevzuata itibar etmek gerektiğini belirtmektedirler.

Soru sorulabilecek ve bilgi alınabilecek interaktif çevrimiçi toplantı imkanları sağlandığı sürece genel kurul toplantılarının ertelenmesi konusunun kurumsal yatırımcılar için bir sorun teşkil etmediği anlaşılmaktadır. Ancak belirli bir yatırım-

cı grubu, genel kurulların ertelenmesinin çok olması durumunda bütün genel kurulların yaz aylarında bir yoğunluk sorununu beraberinde getirmesi konusunda kaygılarını [dile getirmişlerdir](#).

Glass Lewis olarak bizler, hissedar ve çalışanların güvenlik kaygılarını gözetmekle beraber, özellikle kriz zamanlarında, şirketlerin riskler, şirket operasyonları ve hissedarların gelirlerini azami düzeye çıkartacak adımlarla ilgili önemli kararların ertelenmemesi ya da geciktirilmemesini savunmaktayız. Bu yüzden, genel kurul toplantılarının formatı konusunda, salgın boyunca daha esnek [bir tutum](#) takınmakta ve çevrimiçi toplantıları desteklemekteyiz. Salgın öncesi, özellikle Amerika'da kararlara muhalif olan kurumsal yatırımcıların seslerini susturmak için kullanılabilirdiğinden, tamamıyla çevrimiçi (virtual only) platformda yapılan toplantılara karşı kaygılarımızı dile getirmekteydik. Ancak 1 Mart 2020 ve 30 Haziran 2020 tarihleri arasında yapılacak toplantılarda yönetim kurulu tarafından yapılacak açıklamalara göre daha durumsal bir değerlendirme yapılacaktır.

Diğer taraftan, salgının yayılmasıyla genel kurulların planlanan tarihlerinin aynı döneme denk gelmesi şirketlerin gelecek yılı ilgilendiren özellikle kar dağıtım, yönetici ücret paketleri ve sermayeyi ilgilendiren diğer genel kurul maddeleri konusunda hazırlıksız yakalanmalarına neden olduğu söylenebilir. Zira gelen yıl için plan ve politikalar önceden belirlenmiş, genel kurul bilgilendirme maddeleri bu planlar çerçevesinde paylaşılmıştı.

Temettü Ödemeleri

Krizin geleceği konusundaki belirsizlikler bir taraftan çalışma sermayesinin sürdürülebilirliği konusunda şirketleri, ulus devletleri ve uluslararası/ulusüstü kurumları tedirgin etmekteyken, diğer taraftan kamu tarafından şirketler üzerinde temettü dağıtılmaması konusunda baskıyı arttırıyor. İngiltere ve Avrupa Birliği'nin düzenleyici kurumları, borç verenlerin fi-

Bu dönemde şirketlerin yönetim kurulunda çeşitlilik konusuna daha fazla önem vermeleri gerekebilir. Bununla birlikte, işletme fonksiyonlarının sektöre uğraması için pay sahiplerine güven veren yedekleme planlarının hazır olması ve kamu ile paylaşılması da önemli bir unsur olmaktadır.

nansal güçlerini ekonomileri desteklemek için kullanmaları gerektiği mesajını veriyorlar. Avro bölgesinde etkin olan Avrupa Merkez Bankası ("AMB") oluşan zararların etkisini yumuşatmak ve hane halkını, küçük, orta boy ve büyük işletmeleri desteklemek gerekliliğine atıfta bulunarak, 27 Mart 2020 tarihinde yayınladığı [basın bildirisinde](#) bankaların temettü ödemelerini en erken Ekim ayına kadar durdurmaları konusunda tavsiyede bulunmakla kalmayıp, yatırımcılara da bu konuda "ortak hareket etme" çağrısında bulundu. AMB, henüz genel kurul yapmamış bankaların da kar dağıtım tekliflerini tekrar gözden geçirip gerekli değişiklikleri yapmaları gerektiğini belirtti.

Diğer taraftan AMB ile regülatif anlamda herhangi bir ilişkisi bulunmayan Norveç'te, ülkenin finansal piyasalar düzenleme kurumu [Finanstilsynet](#), bankalara 2019 yılına ait dağıtmayı planladıkları temettü iptal etmelerini istedi. Buna benzer bir [kararın](#) İsviçre Finansal Kurumlar Gözetleme İdaresi ("FINMA") tarafından yakın zamanda alındığını biliyoruz. Aslında bu tip kararlar kar paylarına el konulması amaçlanmasa değil, bir anlamda temettü ödemelerin sadece bir süreliğine geciktirilmesi kararıydı.

Yukarıdaki örneklere benzer bir tedbirin, 2018 yılı Ağustos ayındaki ekonomik çalkantı ertesinde bankaların bilançolarını daha sağlıklı tutabilmek adına Türkiye Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ("BDDK") tarafından alındığı anımsanabilir. BDDK, bankalardan 2018 yılı için temettü ödemelerini yapmamaları ve elde edilen karları banka bünyesinde tutmalarını [talep etmişti](#). Aynı tedbir kapsamında bankaların 2019 finansal yılı karlarını da dağıtmayıp olağanüstü yedeklere aktardıklarını görüyoruz.

Türk reel sektör tarafına gelince, Ticaret Bakanlığı tarafından Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'ne ("TOBB") gönderilen 31 Mart 2020 tarihli [yazıda](#), Covid-19 salgını nedeniyle sermaye şirketlerinin öz kaynaklarını korumasının önemine değinerek kamunun iştiraki olan şirketler hariç olmak üzere sermaye şirketlerinin 2019 yılı hesap dönemine ilişkin olarak bu yıl gerçekleştirilecekleri genel kurul toplantılarında gündeme alınacak nakit kar payı dağıtım kararlarında, geçmiş yıl karlarının dağıtımına konu edilmemesi, dağıtım tutarının 2019 yılı net dönem karının %25'ini aşmaması ve yönetim kuruluna kar payı avansı dağıtım yetkisi verilmesi konularına işaret etmektedir.

Uygulamada, [Financial Times](#)'da yer alan, Squawell Partner'in yaptığı bir araştırmaya göre 307 Avrupa ve Amerikan şirketinin, içinde Glencore, Beoing ve Ford'un da bulunduğu %39'unun, temettülerinden kesintiye gittikleri, erteledikleri ya da tamamen iptal ettikleri görülmektedir. Türkiye'de ise reel sektörde Ticaret Bakanlığı'nın yazısına istinaden [GSH Holding](#)'in temettü dağıtım kararında bir değişikliğe gittiği görülmektedir. [Credit Suisse](#)'in de yukarıda bahsedilen, FINMA'nın bu kararına istinaden daha önceden ilan ettiği temettü dağıtım kararını temettülerin bir kısmını ileri bir tarihe ertelemek için genel kurul



maddesini revize ettiğini görülmektedir. Diğer taraftan [Tesco](#) ve [Easy Jet](#) gibi bazı şirketlerin de yatırımcıların, beklenmedik olası kötü sonuçlara ilişkin uyarılarına ve kamu baskılarına rağmen ilk vermiş oldukları temettü dağıtım kararlarına sadık kaldıkları görülmektedir.

Boston Consulting Group'un, yönettikleri varlığın toplam değeri 7 trilyon Amerikan Dolarını bulan 150 yatırım şirketiyle yaptığı [araştırmaya](#) göre, yatırımcıların %59'u şirketlerin karlarını olağanüstü yedeklerde bırakması konusunda herhangi bir çekinceleri olmadığını belirttiler. Aynı şekilde Squawell Partners'in öncülüğünde 20 yatırımcının paylaştığı [rehberde](#) yatırımcılar şirketlerin karları şirket içinde tutmak için doğru zaman olduğunu ifade ettiler. Ancak bütün yatırımcılar arasında bir ağız birliği olduğunu söylemek şu an için zor görünüyor. Zira bazı yatırımcıların, işletmelerde kar olduğu durumlarda şirketlerin kar dağıtmama kararını eleştirdiklerini [görüyoruz](#).

Bu anlamda yatırımcılar ve proxy advisory şirketlerinden ilerleyen dönemlerde, düzenleyici otoritelerin uyarılarına ve

tavsiyelerine rağmen temettü dağıtım kararı veren şirketlerden ikna edici bir sebep ve gelecek döneme ait finansal planlamaları ve olası uzun dönemli ekonomik belirsizlikte yeterli nakdi nasıl sağlayacakları konusunda daha detaylı açıklamalar beklenemez. Aynı şekilde, kar dağıtımında kesintiye gitme, erteleme veya iptal etme kararı veren şirketlerin de yasal zorunluluğun ötesinde doyurucu açıklamalar yapmaları beklenemez.

Üst düzey yönetici ücretleri (Executive Compensation)

Özellikle kriz zamanlarında, şirketlerin ilk manevralarından birisi çalışan hesaplarında tasarrufa gitmek olurken, medya ve kamunun da ilk odaklandığı konulardan bir tanesi yöneticilere, özellikle de CEO'lara aşırı ve orantısız düzeyde ücret ödemesi yapılmasıdır. Bir zamanlar, Prof. [Sherwin Rosen'in](#) [deyimiyle](#) "Süperstar" muamelesi gören sahne ışığı altındaki CEOlar, özellikle insan ürünü olan krizlerde yine aynı sahneye günah keçisi olarak çıkartılabilmektedirler. İyi bir ücretlendirme paketi, adillik, sorumluluk ve

hesap verilebilirlik ilkeleri çerçevesinde sabit ücretler ve kısa dönem performansı ödüllendiren bonus ödemelerinin (genellikle bir yıllık) yanında, uzun dönemde sürdürülebilirliği destekleyecek ve nadir yetenekleri şirket bünyesinde tutacak ve onları mütemediyen motive edecek bir anlayışı da pekiştirmelidir. Yatırımcılar ve yöneticilerin menfaatlerini bir noktada buluşturan ve vekalet sorununu (agency problem) asgari düzeye indirecek ideal bir ücretlendirme paketinde yöneticiler, yukarı yönlü fırsatların tadını çıkartırken, aşağı yönlü risklerden de şirketlerde sahip oldukları pay ya da pay opsiyonları (stock option) oranında yatırımcılarla birlikte etkilenmelidirler.

Aynı zamanda şirket paydaşları, kriz zamanlarında, özellikle nispeten daha fazla etkilenen sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin kar payı dağıtmaması, aşırı borçlanması ya da çalışanlarını ücretsiz izine göndermesi ve/veya işten çıkartması durumunda, haklı olarak yöneticilerin de (her ne kadar kağıt üzerinde kazanım elde etmiş olsalar da) ellerini taşın altına koymaları ve ["acıyı paylaşmaları"](#) beklen-

mektedir. Bu anlamda gönüllü sabit ücret kesintileri, bonus ödemelerinden feragat ya da yapılan bağışlar olumlu karşılanabilmektedir.

Şirketler tarafında ilerleyen dönemlerde farklı yaklaşımlar beklenmektedir. Örneğin paydaşların beklentisi çerçevesinde, Covid 19 krizinde, [bazı şirket CEO'larının](#) yıllık sabit ücretlerinden veya bonuslarından %20 ile %100 arasında değişen oranlarda feragat etmeleri alkış alan yaklaşımlardan bir tanesidir. Diğer taraftan Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılan bir [araştırma](#), şirketlerin %25'inin C-suit yönetici ücret artışlarının dondurulması konusunda karar aldıklarını ve diğer birçok şirketin de ücret artışlarını durdurmamayı düşündüklerini ortaya koyuyor. Bu durum ücret kesintilerden sadece çalışanlar değil üst yönetim ve yönetim kurullarının da etkileneceğinin ipuçlarını veriyor.

Yukarıda bahsedilen olumlu olarak algılanan bu uygulamaların yanında, yasal mevzuatın izin verdiği ülkelerde pay opsiyonlarının yeniden fiyatlanması (options repricing), performans hedeflerinin performans döneminde yöneticiler lehine değiştirilmesi (hurdles adjustments), performans dönemlerinin (vesting period) daha da kısaltılması ve ücretlendirme komitelerine verilen takdir yetkileri konusunda zayıf bilgi verme pratikleri gibi yatırımcıların dikkatini çekecek olan uygulamalar da [beklenmektedir](#).

Kriz öncesi tasarlanan, hisse fiyatı, kazanç (earnings) ve getiriye (return) dayanan performans hedeflerinin, yöneticilerin kontrolü dışında olan krizin ekonomik etkileri dolayısıyla başarılabilirliğini kabul etmek gerekir. Bu durumda eski haliyle ücretlendirme paketleri yöneticileri motive etmekten uzak olabilir ve bu durum yöneticileri yıldınlığa sürükleyebilir. Burada ücretlendirme komitelerine düşen görev tarafları memnun edecek, şu andaki ortama uygun optimum çözümleri üretecek makul değişikliklerin yapılması ve bu değişikliklerin gerekçeleriyle birlikte detaylı bir şekilde kamu ile paylaşılmasıdır.

Hisse senetlerinin nispeten düşük fiyat-

lardan işlem görmesi, yöneticilere vaad edilen (grant) hisse adedinin yüksek olmasıyla ortaya çıkan sulandırma (dilution) etkisi yatırımcılar ve "proxy advisory" şirketleri tarafından dikkate alınacak diğer konulardan bir tanesi olabilecektir.

Bunun dışında, şu andaki hisse fiyatları baz alınarak düşük fiyat üzerinden vaad edilen opsiyonlar ya da performans payları (performance shares) haketme tarihinde (vesting date) şirket pay değerlerinin kriz sonrası yöneticilerin kontrolleri dışında ve doğal yollarla artması sonucunda haksız kazanç sebep olabilecektir. Bu tür haksız olarak algılabilecek ve tepki çekecek ödemelerin önüne geçilebilmesi için mutlak değerler (absolute) üzerinden formüle edilmiş performans kriterleri yerine başka şirketlerin performansı ile kıyaslamayı mümkün kılacak karşılaştırmalı (relative) performans kriterleri kullanılabilir. Ayrıca formüller kullanılarak dizayn edilmiş sistematik ücretlendirme paketlerinde yönetim kurulu veya ücretlendirme komitelerinin durum ve şartlara göre aşağı yönlü değişiklikler yapabilecek takdir yetkisine sahip olmaları beklenebilir. Bu yetkilerin sınırları ve şartları da şeffaf biçimde kamu ile paylaşılmalıdır.

Yönetim Kurullarının Oluşumu, Çeşitliliği ve Performansı

Yaşadığımız kriz teknolojinin daha yoğun kullanıldığı, daha esnek ve uzaktan çalışmayı destekleyen yeni çalışma biçimlerine geçişi hızlandırıyor. Bu çalışma biçimlerinde dijital ekonomiye geçişi sağlayacak, ya da en azından bu süreci sorgulayıp kontrol edecek tecrübe ve bilgiye, İngilizce'de "board skills matrix" denilen, yönetim kurulu üyelerinin uzman oldukları alanları gösteren çizelgelerde ilerleyen dönemlerde daha fazla yer vermek, şirketlerin bu türlü radikal değişikliklerde yönlerini daha rahat bulmalarını sağlayabilecektir.

Glass Lewis olarak [vurgulamak](#) istediğimiz bir diğer konu da, 65 üstü üçüncü-

yaş gruplarının, kronik hastalığı olanların ve erkeklerin daha riskli gruplar olmaları ve özellikle bazı bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket dışında ek olarak fazla sayıda yönetim kurullarında görev almaları kafalara yatırım portföylerinde sistematik risklere ve yönetim kurulu üyelerinin performanslarına dair bazı soru işaretlerini getirmesidir. Bu dönemde şirketlerin yönetim kurulunda çeşitlilik konusuna daha fazla önem vermeleri gerekebilir. Bununla birlikte, işletme fonksiyonlarının sekteye uğramaması için pay sahiplerine güven veren yedekleme planlarının hazır olması ve kamu ile paylaşılması da önemli bir unsur olmaktadır.

Diğer taraftan, şirket paydaşları elektronik ortamda yapılan yönetim kurulu ve komite toplantılarına katılımın teknik ve yasal altyapısı, etkinliği ve yeterliliği konusunda haklı olarak kaygı duyabileceklerdir. Bu kaygıları gidermek adına yönetim kurulu ve komite toplantılarının yapılaş biçimleri ve katılım sayı ve oranlarını birey bazında işletme paydaşları ile paylaşılması bu dönemde daha fazla önem kazanmaktadır.

Bize göre, iyi kurumsal yönetime sahip olan şirketlerin kriz sırasında da ondan sonra da kötü kurumsal yönetime sahip olan şirketlere göre daha iyi performans gösterecekleri aşıkardır. Bu anlamda iyi kurumsal yönetim yapıları, yönetim kurulu ve yöneticilerin krizlerde yolunu bulma ve rakiplerinin önüne geçme yeteneğinde kendini belli edecektir.

Sağlıklı günler dilekleriyle